

BREXIT はリーマンショック級のリスクオフの引き金を引くか？

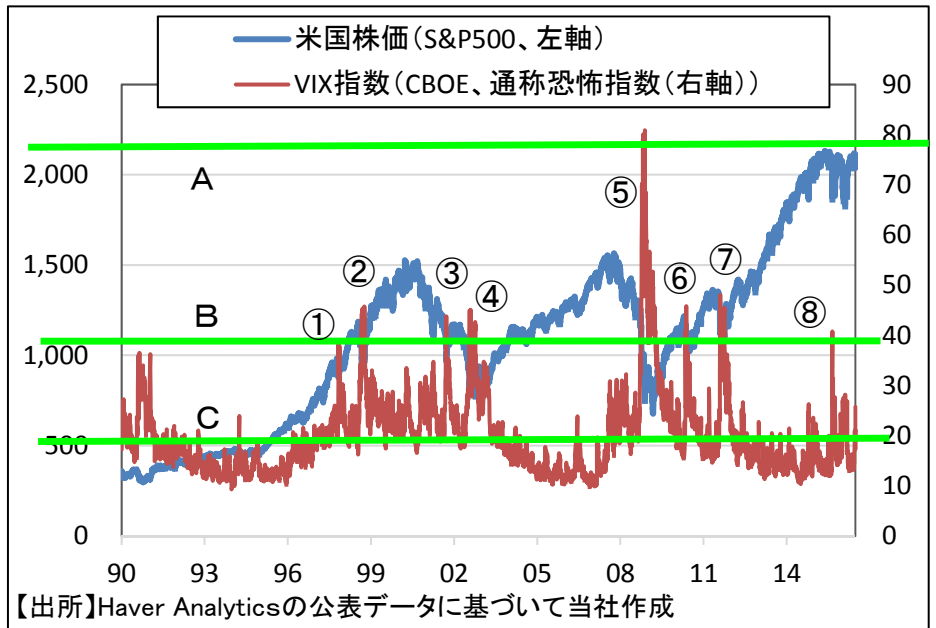
2016年6月29日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

6月23日の英国のEU離脱を選択する国民投票の結果は、世界の金融市場に大きなショックを与えた。ショックの大きさはシカゴ・オプション取引所に上場されているVIX指数（通称、恐怖指数）で計測可能だ。投票結果が判明した24日のVIXは前日の17.25から25.76へ上昇した。翌営業日の27日は23.85だった。下図でVIXを米国株価と合わせて見ると、20（緑色の線C、以下同様）を超えると短期的な調整局面、40（B）を超えると歴史的な危機、80（A）を超えれば未曾有の危機と分類できる。これらの発生には共通のパターンがあり、20（C）を超えても政策対応が本格化しなければ40（B）に至り、それも放置されると80（C）に至る。80（C）は⑤の2008年のリーマンショック1度だけで、40（B）は金融史に残る歴史的な危機が図表のように7回あった。

足元のVIX25前後は、短期的な調整を引き起こすショックではあっても、歴史的危機からは程遠い。ただ今後の対応次第では、40（B）を超えて80（C）に向かう可能性もないわけではない。そうなるかどうかを分けるのは、EUのダメージコントロールの成否次第と見て良いだろう。投資家の最大の関心事であるその帰結は、VIXと金融市場でのリスクオフの度合いに集約されるだろう。

以下、先行きの不透明感が強い局面での意思決定の定石に従い、今後のシナリオを両極端の最悪シナリオと最良シナリオに分けて、具体的に見てみよう。



米国株式の歴史的危機局面でのパフォーマンス

		株価高値	株価安値	下落期間 (日)	下落率	株価高値更新日
①	アジア通貨危機	1997/8/9	1997/11/12	95	6%	1997/12/30頃
②	ロシア破綻 LTCM危機 日本金融危機	1998/7/17	1998/10/8	83	19%	1998/12/20頃
③	911テロ	2001/9/10	2001/9/21	11	12%	2001/11/10頃
④	不正会計 イラク戦争	2002/1/4	2002/10/9	278	34%	2004/11/11頃
⑤	リーマンショック	2007/10/9	2009/3/1	509	57%	6年後
⑥	ギリシャ危機	2010/4/23	2010/7/21	89	16%	2011/12/3頃
⑦	欧州財政危機 米国格下げ	2011/7/7	2011/10/3	88	19%	2012/2/20頃
⑧	中国発危機	2015/8/10	2016/9/28	49	11%	

【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

最悪シナリオは、英国の EU 離脱が EU 解体の始まりとなるシナリオだ。これは、英国が EU 離脱で広範な利益を得るのを見て、他の EU 加盟国も離脱に動き始める場合だ。利益は、移民受け入れの拒否や更には現在居る移民の本国への送還、EU 拠出金の負担軽減、ギリシャが債務不履行となった場合の EU の損失を英国が負担しない場合、等だ。EU 解体はユーロ解体、ギリシャの破綻処理、その余波を受けて発生する銀行の破たんなどシステムリスク、など壊滅的な悪影響を与えることになる想定される。VIX は前ページの⑥や⑦の 40(B) を軽く超え、それでも EU 解体に向けた動きが止まらなければ⑤のリーマンショックに相当する 80(C) を目指して上昇、リスクオフも同時に匹敵する規模になるリスクがある。当時は株価の下落期間は 509 日、下落率は 57%、株価が高値を奪還したのは約 6 年後だった。

最良シナリオは、英国の EU 離脱が EU 解体とは無関係の単発の事象にとどまり、悪影響を英国内に封じ込めるシナリオだ。そのためには EU は、離脱に伴う不透明感を早く払拭するため離脱の日付と条件を確定し、英国が離脱により損失を蒙ることを示すことになる。EU は既にこのシナリオの方向に動き始めている。EU 委員会は英国に早く離脱届を出すよう要請、事前には離脱に向けた条件交渉をしない意思を明確にした。一部では 2019 年 1 月が離脱日に設定されたと報じられている。離脱に伴い自由度の高い貿易協定も認めない方針だ。ある意味で英国は、EU 離脱が損失を蒙ることを示す「見せしめ」になるともいえる。ただ、そのような手段を行使しても EU が権威主義的だと批判されないためには、EU 内部の改革も不可欠だ。EU 各国にくすぶる反 EU のセンチメントは、寛容な移民政策、財政赤字削減ルールの容赦ない運用、硬直的な予算制度と官僚制度、を主な源泉とする。ただ、これらは英国の国民投票の直前になって離脱派が優勢と判明しても、EU が妥協案を示さなかった項目だ。EU としても大幅な方針転換が必要となる。もしこれらが実現すれば、英国が EU 離脱する理由が霧散することも意味するので、離脱を撤回する可能性も残っているだろう。これは最良シナリオを凌駕するちゃぶ台返しシナリオだ。

現在までの進捗は、芳しくないわけではない。26 日に実施されたスペイン議会選挙では、EU 懐疑派の得票は事前予想を下回った。それでもフランスやオランダの極右政党は、英国に倣って国民投票の実施を要請している。メディアでは、英国の BREXIT に続いてフランスの FRANXIT、スペインの SPAIXIT 等の造語が語られ始めている。これらは、EU のダメージコントロールがまだ不十分であることの証左ともいえる。ただ、現在約 25 の VIX が 40 まで上昇したと仮定しても、前ページの過去の相場局面を特殊な④とリーマンショックに至った⑤を除いて平均で見ると、株価の下落日数は 69 日、下落率は 14% だ。69 日という日柄は、6/23 から起算して 9/4 に開催される予定の中国 G20 サミットとほぼ重なる。これは 2008 年 9 月のリーマンショックの後、11 月にロンドン G20 サミットが開催された時とも重なる。EU は限られた時間で国際協調を取りつつ最良シナリオの実現に向け、動きを加速させる必要があるだろう。

最後になったが、英国は国民主権の日本とは異なり議会主権の国だ。国民投票に法的拘束力はない。英国が EU から本当に離脱するかどうかも含め、これから相当な紆余曲折があると見るのが自然だろう。

以上

(注) 本レポートは、毎日新聞週刊エコノミスト 2015 年 11 月 4 日号に筆者が寄稿した「【特集】乱高下でも勝つ 為替・投信・株 投資編 ボラティリティー指数 日米の株価調整のめど」をベースとして、現在の金融情勢を鑑みて加筆したものです。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。